



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



港股市场一周回顾

2024年7月19日

港股市场一周回顾

19/7/2024

- 美国总统竞选和美联储降息预期升温已引发投资者改变资产配置策略
- 2024年上半年全球消费电子产品呈现复苏趋势
- 上半年快递服务收入增长15% 高于实物商品网上零售额增幅
- 上海住宅房价持续上涨并逆全国房价走势
- 服务零售今年以来呈现持续同比下降趋势

一、 美国总统竞选和美联储降息预期升温已引发投资者改变资产配置策略

自上半年末至7月18日,恒生指数 (HSI Index)小幅上涨约 0.3%,恒生中国企业指数 (HSCEI Index)下跌约 0.4%。与此同时,港资股(包括香港地产股及公用事业股)及内地消费相关股(包括内地食品饮料股、消费电子股和电商平台股等消费相关股)领涨恒生指数。7月份迄今截至7月18日,恒生指数地产分类指数 (HSP Index)上涨约 4.4%,恒生综合必需性消费指数(HSCICS Index)上涨约 0.9%,恒生互联网科技业指数 (HSIII Index)上涨约 1.4%。上半年,这三个行业指数分别下跌 19%, 15%和 1%,同期恒生指数和恒生中国企业指数分别上涨约 3.9%和 9.8%。

这现象反映了市场预期港资企业将受益于下半年美国 and 香港降息。美国前总统、现任美国总统选举候选人特朗普多次表示要对中国进口商品征收高额进口关税。若他成功当选,此举将增加中美贸易领域对抗升级的风险。市场解读为中国需要加大刺激内需的力度,以稳定经济增长并缓冲外部风险。而且,港资股及内地消费相关股这两大类股股价上半年表现都比较差,说明股价目前处于相对低位,风险已被大量消化。

相反,7月份至今,上半年股价表现优异的行业股,如航运股、内银股、内地能源及电力股,它们在过去几周股价跌幅显著。7月份迄今截至7月18日,恒生综合能源指数 (HSCIEN Index)下跌约 4.8%,恒生中国内地银行指数 (HSMBI Index)下跌约 4.7%。这两个行业指数上半年分别上涨 43%和 24%。

7月以来,恒生指数成分股的整体表现表明投资者正在从上半年股价表现优异的股票中获利,转而买入上半年表现落后的成分股。

二、 2024 年上半年全球消费电子产品呈现复苏趋势

智能手机和电脑是消费电子产品的两大主要类型。它们的全球销售增长势头不仅影响其相应的供应链，也是全球消费者消费行为的指标。因此，它们的销售趋势也是全球经济趋势的指标。从第二季度的出货量来看，全球智能手机市场前四大厂商分别为三星（005930 KS）、苹果（AAPL US）、中国智能手机厂商公司 X、Vivo。IDC 数据显示，OPPO 位列第五；而 Canalys 数据显示，传音（688036 CH）位列第五。两项调查均显示，以第二季度智能手机出货量计算，三星、苹果和公司 X 共占据全球智能手机市场近一半份额，第四和第五名的市场份额各为 9% 左右。公司 X 排名第三，市场份额约为 15%，约为第四名市场份额的 1.6 倍。三星的市场份额约为 18-19%；而苹果的市场份额约为 16%。

虽然前三名的市场份额相当，但他们的目标客户却有明显差异。例如，根据公司 X 年度报告，2023 年公司 X 智能手机的平均售价为每台人民币 1113 元（约合每台 155 美元）。2023 年三星智能手机的平均售价约为每部 288 美元。iPhone 主要机型的售价均在 500 美元以上。虽然公司 X 及三星均推出了一些高端机型，但其整体平均售价表明其主要分别针对低端和中端智能手机市场。三大龙头的经营表现，可以让市场洞察全球市场上不同收入群体的消费复苏情况。三星和苹果第二季度智能手机出货量同比增长 0.7-1.5%，但公司 X 和 Vivo 第二季度智能手机出货量同比增长超过 20%。三大龙头的同比增速的差异说明消费者对高价位智能手机的消费支出持谨慎态度，但低价智能手机的消费需求复苏强劲。此外，第三至第五名的市场领导者在中低价位段以中国品牌为主，它们总共占据了全球约三分之一的市场份额。

排名前五的智能手机市场领导者占据了全球约 67% 的市场份额。因此，智能手机市场是一个寡头垄断市场。全球智能手机市场的竞争格局可以分为三个主要部分，高端市场由苹果主导，中价位市场由三星主导，低价位市场由几个中国品牌主导。对于华为或荣耀等其他中国品牌，其主要竞争对手取决于其智能手机产品的定价。展望未来，行业咨询公司预计智能手机行业复苏将在 2024 年下半年持续，但竞争将加剧，特别是在低价市场领域。推动行业复苏的主要驱动力之一是智能手机推出 AI 功能，这可能会刺激全球智能手机的更换或新增需求。

全球个人电脑（PC）市场也出现了复苏迹象。根据 Canalys 的行业调查，第二季度，PC 市场出货量同比增长 3.4%。这一增长主要得益于笔记本电脑同比增长 4% 和台式电脑同比增长 1%。全球 PC 市场前三大领导者中，联想（992 HK）、惠普（HPQ US）和戴尔（DELL US）受益于 PC 市场的复苏，第二季度占据了全球 PC 出货量的 60% 以上。展望未来，有两个催化剂将支撑全球 PC

市场持续复苏。一是 AI PC 的推出。二是今年下半年 Windows 10 更新的终止将引发对 Windows 11 PC 的新需求。今年下半年和明年上半年将出现新的 PC 需求或替换需求。

从消费电子供应链来看，比亚迪电子（285 HK）、立讯精密（002475 CH）、富士康工业互联网（601138 CH）等电子代工厂将受益于订单的增加；高通（QCOM US）等核心零部件供应商将受益于中国品牌智能手机市场份额的提升；专注于移动消费电子的芯片代工厂或电池生产商也将受益于全球消费电子市场的复苏。

自首季度末至7月17日，比亚迪电子、立讯精密、富士康工业互联网、高通、欣旺达电子（300207 CH）股价分别上涨约 31%、45%、17%、24%和 35%。

三、 上半年快递服务收入增长 15% 高于实物商品网上零售额增幅

据国家邮政局，今年上半年，快递业务收入累计完成 6530.0 亿元，同比增长 15.1%，增速比 2023 年上半年增速高 3.8 个百分点。收入增长率与前两年相比也有所改善。2022 年和 2023 年快递服务行业收入分别同比增长 2.3% 和 14.3%。

快递业务量增长带动收入增长。上半年，三大类快递业务量同比增长均超过两成。上半年，快递业务量累计完成 801.6 亿件，同比增长 23.1%（按可比口径计算，下同）。其中，异地快递业务量累计完成 710.9 亿件，同比增长 23.4%；同城快递业务量累计完成 74.2 亿件，同比增长 20.6%；国际/港澳台快递业务量累计完成 16.5 亿件，同比增长 21.0%。

从业务量构成来看，异地快递仍占行业总业务量的最大比重，占全部快递业务量的 88.7%。同城快递量和国际/港澳台快递业务量分别占总快递业务量的 9.3% 和 2.0%。这样的收入构成结构对大型全国性快递服务企业有利。

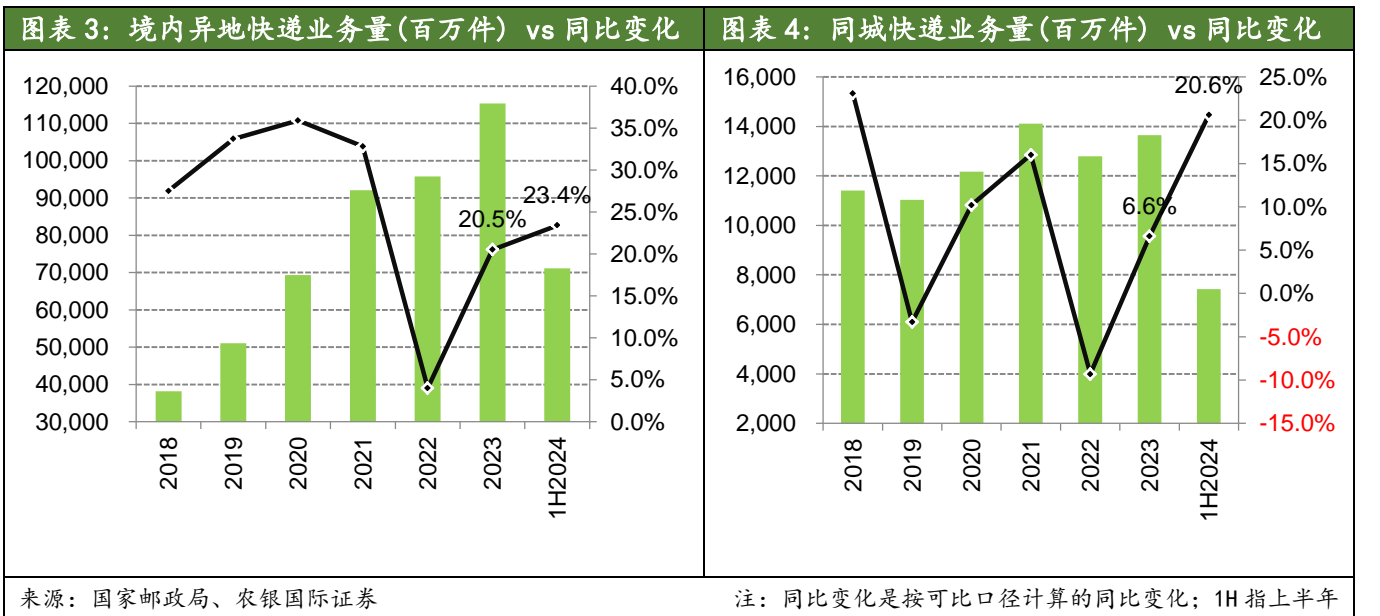
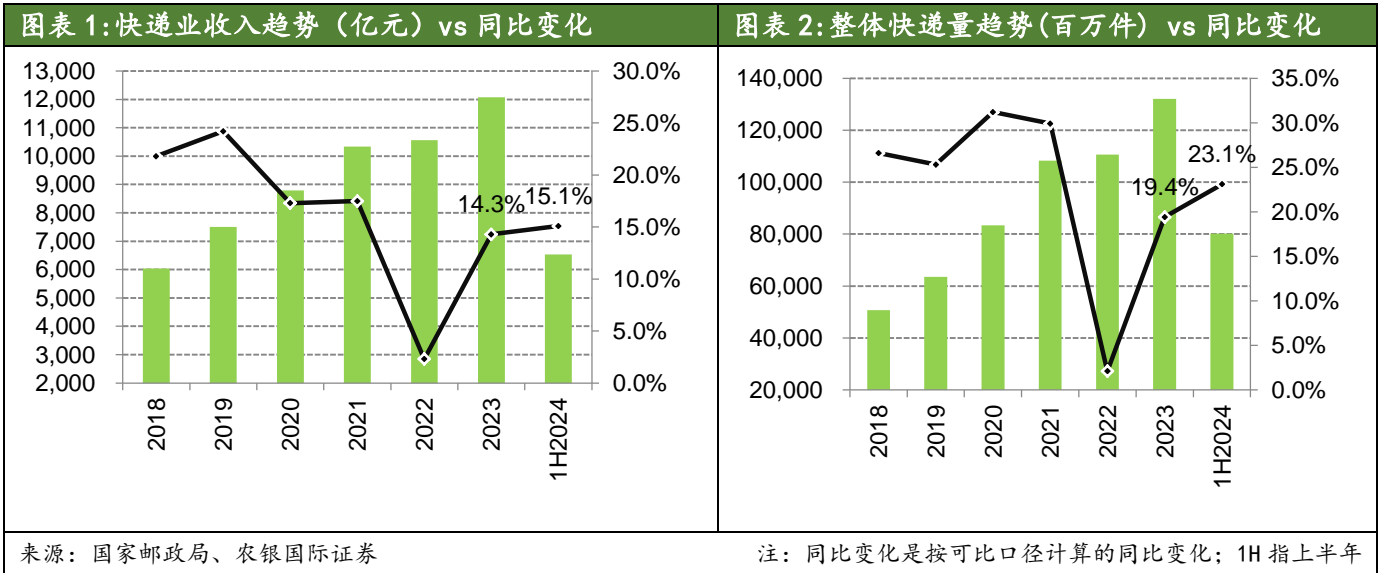
快递业务量增长快于收入增长，表明快递服务平均价格面临下行压力。根据国家邮政局数据，我们推算今年上半年平均快递包裹资费为 8.15 元，同比下降 12.5%。2022 年、2023 年快递包裹平均资费分别为 9.56 元、9.14 元。包裹费用下降可能有多种原因，例如包裹的平均重量可能降低、包裹运送的平均距离可能缩短、更好的规模经济使服务提供商能够降低费用，以及行业价格竞争。更重要的是，快递服务费的下降将使一些价格低、重量轻、体积小的货物也能够以经济的方式通过快递服务运送，从而进一步拉动运量增长，使快递服务提供商的规模经济进一步提高。

读者可能很容易将快递服务与网上零售联系起来，因为大多数消费者的网购商品都是由快递服务提供商配送的。据国家统计局统计，上半年，全国实物商品网上零售额 59596 亿元，增长 8.8%，占社会消费品零售总额的比重为 25.3%，但增速比今年首季度增速低 2.8 个百分点。上半年快递服务行业收入增速比网上实物商品零售额增速高出 6.3 个百分点。

快递收入增速较网上零售额增速快的原因有很多。也许，越来越多的低价消费品在网上销售，但是他们的快递服务收费都是按照重量或者体积大小来计算的，还有最低收费标准。此外，网络零售商品越来越多地转向长跨城市配送，导致异地快递量增速快于同城快递业务量。更重要的是，不仅网络零售平台的商家使用快递服务，其他商家也增加使用快递服务，以提高运营效率。

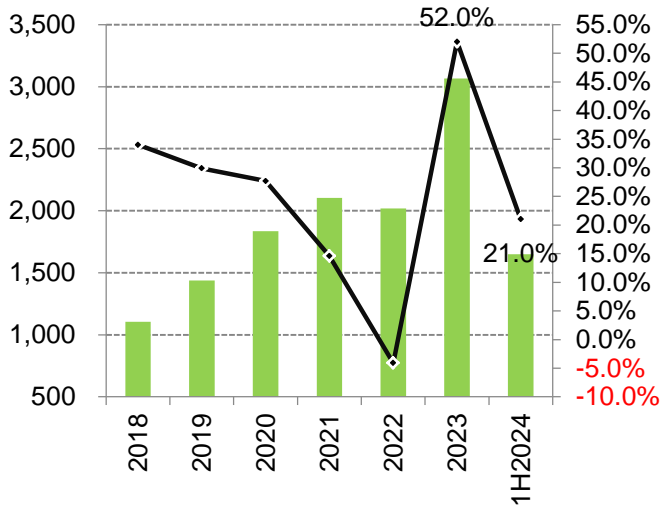
虽然上半年快递行业收入增长良好，但上半年国内四大快递股股价走势分化较大。除圆通速

递（600233 CH）A 股外，今年以来其他大快递股股价均出现下跌。今年迄今为止，中国三大电商平台运营商的股价也令人失望。负面连锁反应是市场担心网上零售额增长放缓将对快递服务业的增长产生不利影响。此外，今年迄今为止中国三大电商平台运营商的股价表现疲软，也抑制了市场对主要快递股股价的表现。而且，统计数据显示平均单件快递服务费的下降将让投资市场对该行业保持谨慎态度。

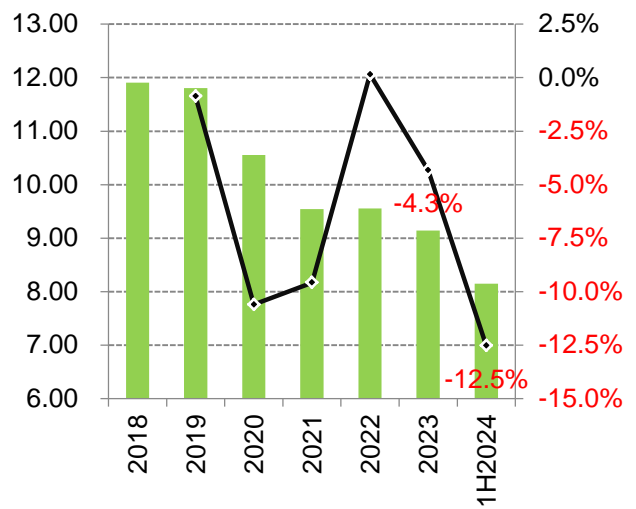




图表 5: 跨境快递业务量(百万件) vs 同比变化



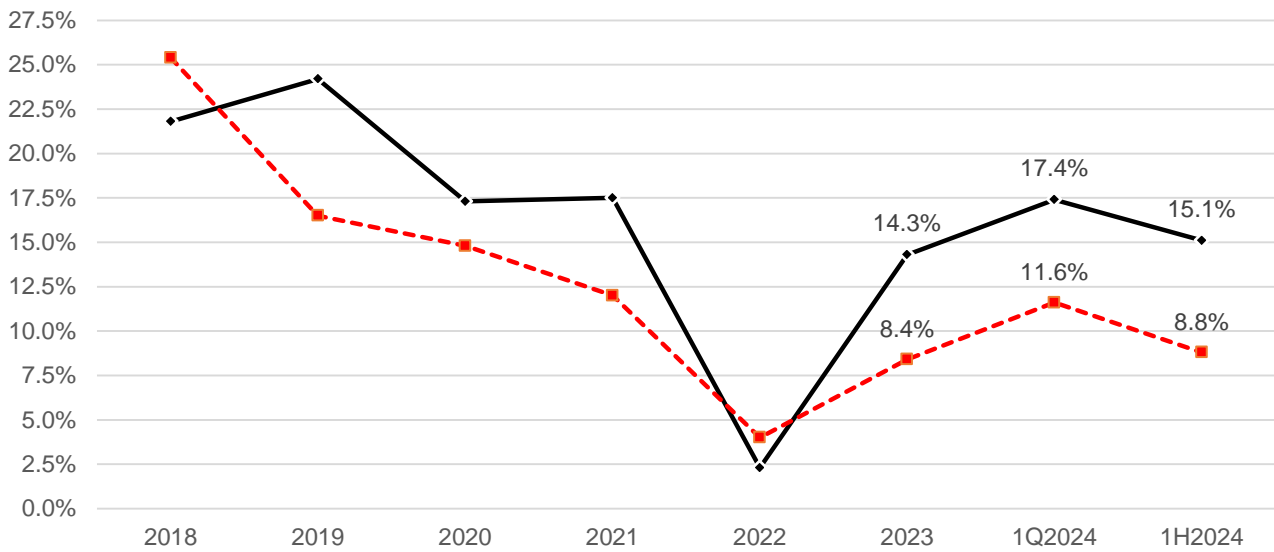
图表 6: 快递业务收入/业务总量 (RMB/件) vs 同比变化



来源: 国家邮政局、农银国际证券

注: 同比变化是按可比口径计算的同比变化; 1H 指上半年

图表 7: 快递业务收入同比增长 (黑线) vs 全国实物商品网上零售额同比增长 (红点线)



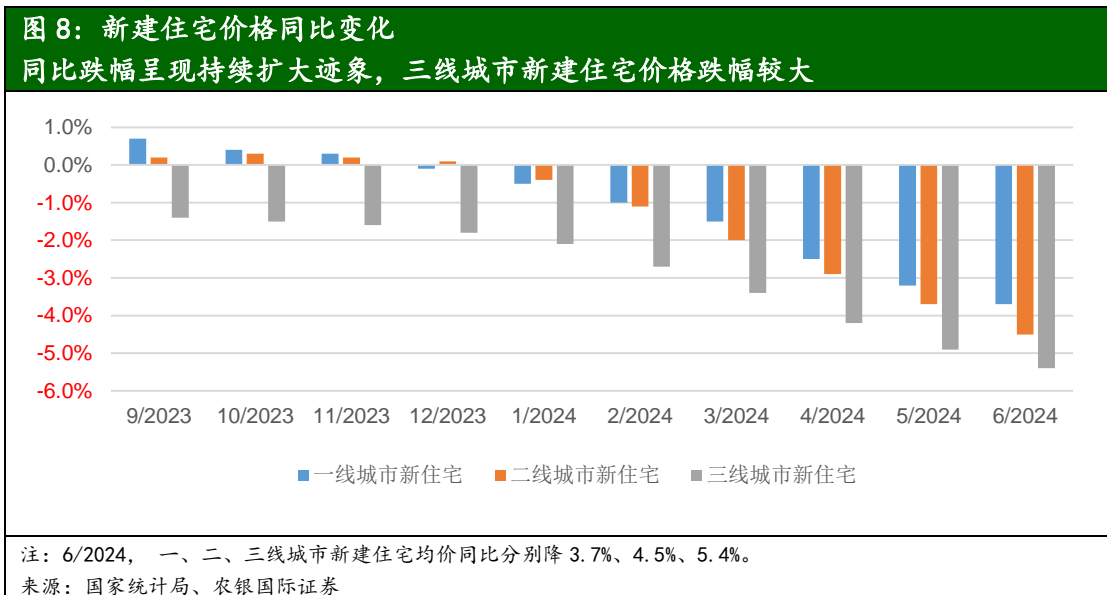
注: 同比变化是按可比口径计算的同比变化; 1H 指上半年; 1Q 指首季度

来源: 国家邮政局、国家统计局、农银国际证券

四、上海住宅房价持续上涨并逆全国房价走势

在宏观经济环境相同的情况下，各大城市房地产市场表现也大体相近，但上海例外。上海是中国四大一线城市之一，其它一线城市为北京、广州、深圳。从外资投资者角度来看，这四个一线城市代表了中国经济最发达的地区。不过，上海楼市的表现与其他三个一线城市以及其他主要城市有所不同。

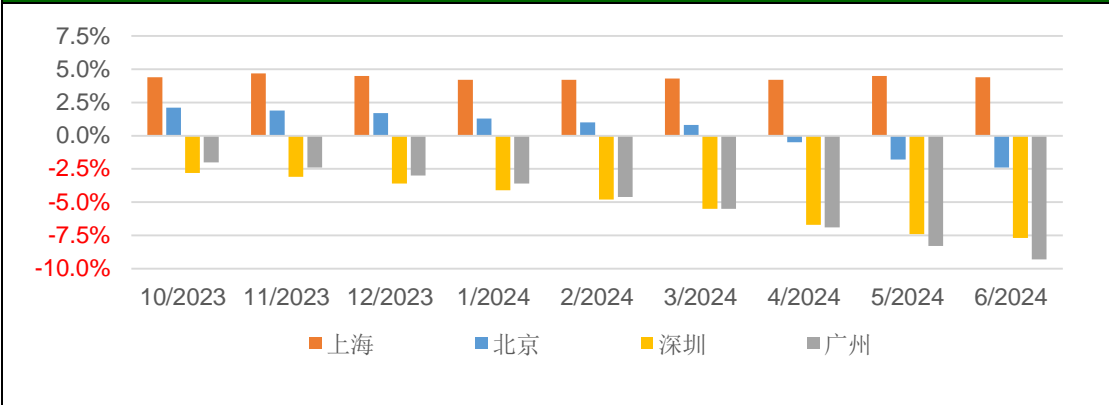
据国家统计局，4个一线城市新建住宅均价自2023年10月以来截至今年6月已连续9个月环比下降；二线城市（统计局调查的31个城市）和三线城市（统计局调查的35个城市）新建住宅均价自2023年9月以来已连续10个月环比下降。从同比变化来看，今年1月份以来，一、二、三线城市新建住宅均价同比降幅持续扩大。从这些数据来看，尚无任何信号表明房价下跌趋势正在企稳。当然，上述变化统计数字均为平均数，个别地区的表现可能会有所不同，如上海。



上海新建住宅价格环比变化自2023年10月以来连续9个月保持正增长。上海新建住宅价格环比变化逆势而上，与一线城市均价环比持续下跌趋势相反。广州、深圳新建住宅价格环比变化自2023年10月以来连续9个月保持下降。2023年10月以来，北京新建住宅价格环比变化为负增长或持平。

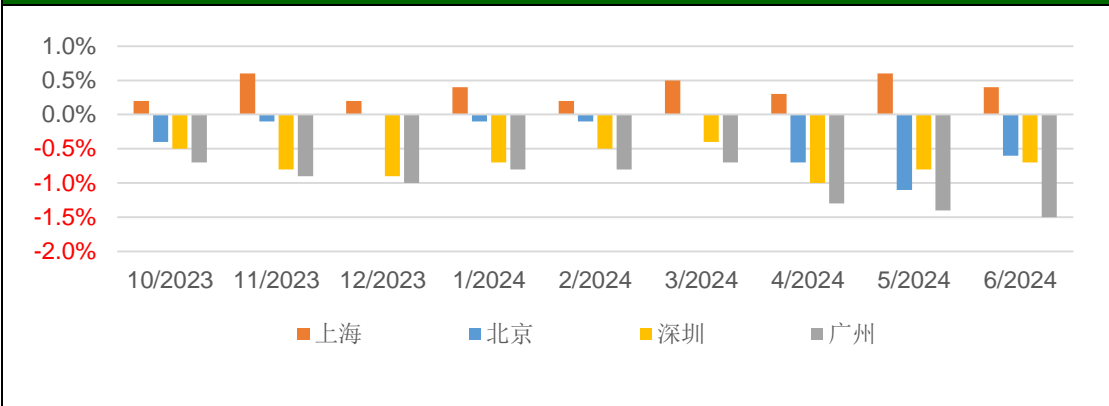
2023年10月以来，上海新建住宅价格连续9个月同比上涨4.2-4.7%，6月同比上涨4.4%；广州、深圳新建住宅价格连续9个月同比下跌，且同比下跌幅度不断扩大；北京新建住宅价格连续3个月同比下跌，同比下跌幅度也在过去3个月持续扩大。

图 9：4 大一线城市新建住宅价格同比变化
 上海新建住宅价格保持同比上升近 4%，其它一线城市新建住宅价格同比跌幅扩大



来源：国家统计局、农银国际证券

图 10：4 大一线城市新建住宅价格环比变化
 上海新建住宅价格保持环比上升趋势，其它一线城市新建住宅价格持续环比下跌并在今年二季度呈现环比跌幅扩大迹象



来源：国家统计局、农银国际证券

虽然上海 6 月统计数据还未公布，统计趋势表示上海房地产市场热度明显与全国平均背驰。上半年，全国新建住宅销售面积同比下降约 21.9%。今年首 5 个月上海新建住宅销售面积同比下降 2.2%，跌幅明显低于同期全国平均 21.4 个百分点，反映上海住宅市场需求韧性较好。上半年，全国房地产开发投资同比下降 10.1%。然而，今年首 5 个月上海房地产开发投资同比增加 8.0%，升幅比同期全国平均高 18.1 个百分点。

上海楼市为何表现与其他一线城市或其他主要城市如此不同？我们认为上海市政府的公共住房发展发挥了重要作用。大城市的高昂房价是阻碍人口流入和区域经济发展的一个因素，上海也遇到了这个问题，但上海市内房价差距大，这可能为上海经济发展提供解决方案。

统计显示，2023 年，上海中心城区（内环线）住宅均价达到 119839 元/平方米，非中心城区

(内外环线和外环线) 私营新建住宅平均价比中心城区便宜 18-58%。若公营房和私营房合计，非中心城区房价比中心城区便宜 36-72%。上海房价区间非常宽，使得上海人口中不同收入群体都能在上海居住和工作，支撑了上海房价及经济。更为重要的是，上海经济、人口流动和房地产市场之间形成了正反馈循环，这也是上海房价具有韧性的原因之一。

图表 11: 上海房价区间非常宽，可容纳不同收入群体居住和工作

	全市	内环线	内外环线	外环线
剔除征收安置住房和共有产权保障住房等保障性住房后的市场化新建住宅的区域均价(元/平方米)	-	119839	97710	49634
其它上海地区均价不同于内环线	-	0%	-18%	-58%
住宅销售均价，包括公营及私营新建住宅(元/平方米)	45977	119839	76929	33448
其它上海地区均价不同于内环线	-62%	0%	-36%	-72%

来源：上海统计局、农银国际证券

风险。以上上海住宅统计数据也属于平均数，中心城区高价位住宅价可能面临较大下行压力，而非中心城区低价位住宅价可能面临上行压力。我们认为成交量以非中心城区较多，并且低价的公营住宅多在非中心城区，因此整体上海新建住宅市场统计数据无论是环比还是同比均呈现上涨趋势。

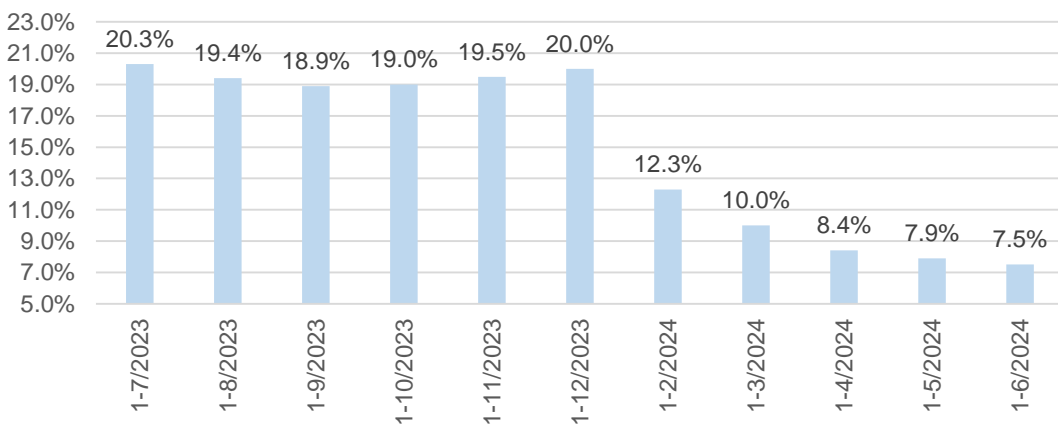
五、 服务零售今年以来呈现持续同比下降趋势

国家统计局定期发布商品零售额增长数据，但该数据为实物商品零售统计，包括线上线下实物商品零售，但不包括非实物商品如服务零售。然而，消费者行为正在发生变化。服务消费需求不断增加，这也导致第三产业在经济中的重要性日益提高。服务零售额统计数据已成为评估消费的另一重要经济参数。统计局去年 7 月开始公布服务业零售增长统计，但公布的数据缺乏服务业零售额构成等细节。统计局解释称将分阶段公布更多细节。

2023 年服务业零售额增长 20%，而去年实物消费品零售额同比增长 7.2%。数据显示，去年服务消费增长非常迅速。

不过，服务业零售额同比增长率由今年一季度的 10.0% 放缓至上半年的 7.5%，实物消费品零售额同比增长率也由一季度的 4.7% 放缓至上半年的 3.7%。虽然服务零售额增速仍快于商品零售增速，但前者今年上半年增长势头不断减弱。表明消费者的行为正在发生变化，他们也在减少服务消费。

图表 12：服务零售额累计同比增长



注：服务零售额指企业（产业活动单位、个体户）以交易形式直接提供给个人和其他单位非生产、非经营用的服务价值总和，旨在反映服务提供方以货币形式销售的属于消费的服务价值，包括交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。

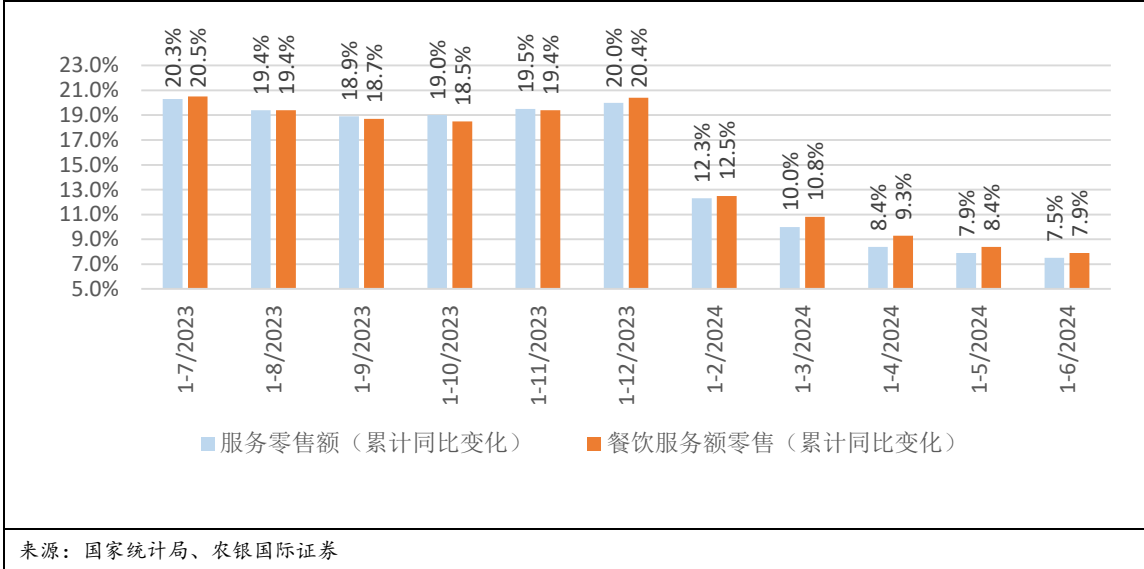
来源：国家统计局、农银国际证券

我们认为收入增长是限制商品和服务消费增长的重要制约因素。据国家统计局居民收支调查显示，上半年，全国居民人均可支配收入同比名义增长 5.4%、实际增长 5.3%；居民消费支出同比名义增长 6.8%、实际增长 6.7%。在主要消费中，交通通信、教育文化娱乐、医疗保健和其他用

品及服务支出分别同比名义增长 11.6%、11.2%、4.2%和 13.8%。居民在消费交通通信和教育文化娱乐等服务仍较积极。

消费品和服务不同的通胀率也扭曲了消费品和服务业名义零售额增速。上半年，消费品 CPI 同比下降 0.4%，服务业 CPI 同比上升 0.9%。消费品零售额增速受到消费品价格通缩压力的抑制，服务业零售额增速则受到服务业价格通胀因素的扩大。上半年，服务业价格通胀较高的行业包括医疗服务、教育服务和旅游，分别上涨 1.7%、1.7% 和 7.0%。

图表 13: 服务零售额累计同比增长 vs 餐饮服务零售额累计同比增长



权益披露

分析员陈宋恩作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(约 7%)
持有	负市场回报 (约-7%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(约 7%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(约-7%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-23 年间平均增长率为 7.4%）

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2024 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其它形式分发

办公地址：香港中环红棉路 8 号东昌大厦 13 楼农银国际证券有限公司

电话:(852)2147 8863